

**PENGARUH *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* (GCG) TERHADAP  
KEBIJAKAN DIVIDEN PADA SAHAM PERUSAHAAN SEKTOR NON-  
KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2012-2016**

**Kania Ester Gunawan**

Jurusan Manajemen/ Fakultas Bisnis dan Ekonomika

[kaniaester21@yahoo.co.id](mailto:kaniaester21@yahoo.co.id)

**Dr. Werner Ria Murhadi S.E., M.M., CSA**

**Arif Herlambang S.Si., M.Si**

Jurusan Manajemen/ Fakultas Bisnis dan Ekonomika

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang menentukan kebijakan dividen perusahaan seperti *GCG Index*, *firm size*, *profitability*, *leverage*, *firm growth* dan *free cash flow* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode regresi linear berganda untuk melakukan analisis data. Target populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016 yang berjumlah sebanyak 1550 observasi. Variabel independen dari penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diukur menggunakan *dividend payout ratio*.

Temuan dari penelitian ini adalah *firm size*, *profitability* dan *Leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Di sisi lain, *GCG Index*, *Firm Growth* dan *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*.

**Kata Kunci** : Kebijakan dividen, teori keagenan, *signaling theory*, *Good Corporate Governance*.

**Abstract**

*This study aims to investigate the determinants of corporate dividend policy such as GCG Index, firm size, profitability, leverage, firm growth and free*

*cash flow of companies' listed in the Indonesian Stock Exchange. This Study uses the quantitative approach and multiple linear regression to analyze the data. The target populations of this study are all non-financial companies registered in Indonesia Stock Exchange in 2012-2016 which are equal to 1550 observations. The dependent variable used in this study is corporate dividend policy that measured by using dividend payout ratio.*

*The study finds that firm size, profitability and Leverage affect dividend payout ratio negatively. On the other hand, GCG Index, Firm Growth and Free Cash Flow affect dividend payout ratio positively.*

**Keywords :** *Dividend policy, agency theory, signaling theory, Good Corporate Governance.*

## **PENDAHULUAN**

Setelah krisis moneter yang menimpa pada tahun 1998, isu-isu mengenai *good corporate governance* (GCG) semakin mendapat banyak sorotan, terutama dari pemerintah. Pemerintah semakin menyadari bahwa salah satu penyebab utama yang menjadi pemicu terjadinya krisis moneter di Indonesia adalah lemahnya *good corporate governance* saat itu. Pemerintah menanggapi hal ini dengan membentuk Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKGC) berdasarkan Keputusan Menko Ekuin Nomor : Kep/31/M.EKUIIN/08/1999 pada tahun 1999 untuk merumuskan Pedoman *Good Corporate Governance* pertama (KNKG, 2006). Berdasarkan ketetapan KNKG, GCG terbagi menjadi lima asas yaitu asas transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, serta kewajaran dan kesetaraan. Menurut Abor dan Fiador (2013), GCG dibagi menjadi dua yaitu GCG eksternal dan GCG internal. Penerapan tata kelola yang baik dilakukan dengan membagi kepemilikan perusahaan kepada pihak eksternal (investor) hal ini merupakan bentuk GCG eksternal. Keuntungan adanya kepemilikan eksternal adalah mampu memberikan pengawasan lebih terhadap kinerja manajemen perusahaan. Sedangkan GCG internal merupakan penerapan asas-asas GCG dalam internal perusahaan itu sendiri, seperti pembentukan dewan komisaris dan keberadaan komisaris

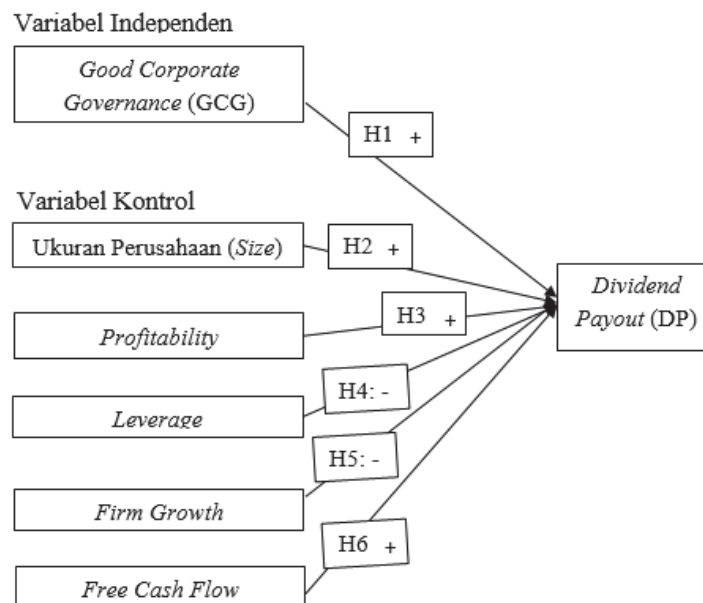
independen yang memiliki tugas menjalankan pengawasan internal bagi perusahaan.

Topik *good corporate governance* (GCG) terhadap dividen saat ini menjadi salah satu topik pembahasan yang penting dikarenakan, berdasarkan teori agensi konflik keagenan akan muncul karena sifat orang yang cenderung mementingkan dirinya sendiri dan konflik akan muncul pada saat ada beberapa kepentingan yang berbeda bertemu dalam aktivitas yang sama. Konflik ini terjadi antara *principal* (pemegang saham) dengan *agent* (manajer) sehingga dapat memicu munculnya masalah *agency cost*, dimana masing-masing pihak akan berusaha untuk mengurangi besarnya biaya agensi (*agency cost*) yang terjadi (Jensen dan Meckling, 1976). Biaya agensi ini muncul dengan tujuan untuk mengurangi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Salah satu bentuk biaya agensi adalah biaya pengawasan, insentif bagi manajer, dan biaya-biaya lainnya. Pengawasan yang muncul dari pihak eksternal seperti investor pasar modal dapat menjadi alat untuk membantu mengurangi sifat dan kebiasaan manajer yang oportunis. Penerapan GCG dalam perusahaan juga dapat menjadi tindakan untuk mengurangi terjadinya asimetri informasi dan biaya agensi dalam perusahaan. Pembagian kepemilikan perusahaan kepada pihak eksternal dengan cara menjual sahamnya dapat mendorong perusahaan untuk memberikan pengembalian yang menarik bagi pemegang saham eksternal tersebut. Beberapa peneliti seperti Hussein *et al.* (2016), Benjamin dan Zain (2015) dan Yarram (2015) yang meneliti pengaruh *corporate governance* terhadap keputusan *dividend payout* memiliki hasil yang berbeda. Tabel 1 membandingkan berbagai pengaruh berbagai variabel independen dalam GCG dari ketiga jurnal acuan terhadap dividen. Kriteria variabel independen yang digunakan adalah minimal terdapat di dua jurnal penelitian. Sehingga dari beberapa variabel tersebut didapatkan bahwa *GC Index* yang didalamnya memuat *Board Meeting* dan *Board Independence* dijadikan sebagai variabel utama dalam GCG.

**Tabel 1.**  
**Hasil Penelitian Pengaruh Variabel *Good Corporate Governance* Terhadap Dividen**

| No. | Variabel                     | Hussein <i>et al</i> (2016) | Benjamin dan Zain (2015) | Yarram (2015)               |
|-----|------------------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 1   | GCG                          |                             |                          |                             |
|     | <i>a. CG Index</i>           | <b>Signifikan (+)</b>       |                          | <b>Signifikan (+)</b>       |
|     | <i>b. Board Meeting</i>      |                             | <b>Signifikan (-)</b>    |                             |
|     | <i>c. Board Independence</i> |                             | <b>Signifikan (-)</b>    |                             |
| 2   | <i>Firm Size</i>             | <b>Signifikan (+)</b>       |                          | <b>Tidak Signifikan (+)</b> |
| 3   | <i>Profitability</i>         | <b>Signifikan (+)</b>       |                          | <b>Signifikan (+)</b>       |
| 4   | <i>Leverage</i>              | <b>Signifikan (+)</b>       | <b>Signifikan (-)</b>    | <b>Tidak Signifikan (+)</b> |
| 5   | <i>Growth</i>                | <b>Signifikan (-)</b>       |                          |                             |
| 6   | <i>Firm Growth</i>           | <b>Signifikan (-)</b>       | <b>Signifikan (-)</b>    | <b>Tidak Signifikan (-)</b> |
| 7   | <i>Liquidity</i>             | <b>Signifikan (-)</b>       |                          |                             |
| 8   | <i>Free Cash Flow</i>        | <b>Signifikan (-)</b>       | <b>Signifikan (+)</b>    | <b>Signifikan (-)</b>       |
| 9   | <i>LN MVBV</i>               |                             |                          | <b>Tidak Signifikan (-)</b> |
| 10  | <i>ROE</i>                   |                             | <b>Signifikan (+)</b>    |                             |
| 11  | <i>LN Assets</i>             |                             | <b>Signifikan (+)</b>    |                             |
| 12  | <i>Systematic Risk</i>       |                             |                          | <b>Tidak Signifikan (-)</b> |
| 13  | <i>Capital Expenditure</i>   |                             |                          | <b>Signifikan (-)</b>       |
| 14  | <i>Franked Dividend</i>      | <b>Signifikan (+)</b>       |                          | <b>Tidak Signifikan (+)</b> |
| 15  | <i>Financial Distress</i>    | <b>Signifikan (-)</b>       |                          |                             |
| 16  | <i>Dividend-track</i>        | <b>Signifikan (+)</b>       |                          |                             |
| 17  | <i>Liquidity-test</i>        | <b>Signifikan (-)</b>       |                          |                             |
| 18  | <i>Lost Dummy</i>            |                             |                          | <b>Signifikan (-)</b>       |

Ketidakkonsistenan hasil penelitian di berbagai negara, bahkan di Indonesia membuat topik tentang pengaruh GCG terhadap kebijakan dividen menarik untuk diteliti kembali. Selain itu, penelitian tentang pengaruh penerapan mekanisme GCG terhadap kebijakan dividen belum banyak dilakukan di Indonesia. Umumnya penelitian yang dilakukan hanya meneliti pengaruh profitabilitas, dan ukuran perusahaan saja terhadap kebijakan dividen. Di sisi yang lain, perlu disadari bahwa kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang akan menjadi topik pembahasan dalam penelitian ini. Peneliti membentuk model penelitian sebagai berikut:



**Gambar 1**  
**Model Penelitian**

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini tergolong dalam penelitian *basic research*, dimana penelitian ini dilakukan untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan tujuan yang telah ditetapkan, penelitian ini dapat digolongkan pada jenis penelitian kausal, karena penelitian ini dilakukan untuk menguji variabel independen (*good corporate governance*) dan variabel kontrol (*firm size*, *profitability*, *leverage*, *firm growth*, dan *free cash flow*) terhadap variabel dependen (*dividend payout*) di seluruh saham perusahaan di sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016. Berdasarkan pendekatannya, penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian kuantitatif karena data penelitian yang digunakan diambil dari pasar sekunder dan digunakan untuk membuktikan teori struktur modal yang ada. Sehingga, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *good corporate governance*, *firm size*, *profitability*, *leverage*, *firm growth*, dan *free cash flow* terhadap *dividend payout*.

### **Dividend Payout**

Dividen adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Penelitian ini fokus pada besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham yang diukur dengan Dividend Payout ratio (DP). (sumber: Hussein *et al* (2016))

$$DPR_{i,t} = \frac{Dividend_{i,t}}{Net\ Income_{i,t}} \dots\dots\dots(1)$$

### **Good Corporate Governance (GCG)**

Peringkat *Good Corporate Governance* menurut Hussein *et al.* (2016) dapat diukur dengan melakukan perhitungan terkait dengan *GCG Index* dari masing-masing perusahaan. Seluruh *index* akan dijumlah sehingga memiliki skala dari satu hingga tiga belas, perusahaan dengan *index* tertinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki GCG yang kuat. Berdasarkan penelitian, GCG Index dihitung dengan memperhatikan tiga belas variabel yang diantaranya terdiri dari:

1. *Board size*, yang diukur dengan mencari tahu jumlah komisaris di setiap perusahaan yang menjadi objek selama tahun dan dibandingkan dengan rata-rata jumlah direktur dari semua perusahaan di tahun yang sama. Jika lebih besar dari rata-rata maka diberi nilai satu, jika lebih kecil diberi nilai nol.
2. *Independence of the directors on the board*, dihitung dengan mencari proporsi dari komisaris *non-executive* dari setiap perusahaan objek lalu dibandingkan dengan total jumlah komisarisnya. Apabila lebih dari lima puluh persen diberi nilai satu, apabila kurang diberi nilai nol.
3. *Number of board meetings*, total pertemuan komisaris selama satu tahun dibandingkan dengan rata-rata pertemuan komisaris dari semua perusahaan objek. Jika lebih banyak dari rata-rata diberi nilai satu, namun jika kurang diberi nilai nol.
4. *Chairman and CEO separation*. Peran *Chairman* dan CEO (*Chief Executive Officer*) yang seharusnya tidak dilaksanakan oleh orang yang sama akan diberikan nilai satu, apabila peran keduanya oleh orang yang sama maka diberikan nilai nol.

5. *Directors' shareholding*, diukur melalui jumlah total lembar saham yang dimiliki oleh komisaris perusahaan, jika lebih dari lima persen dari total saham yang beredar diberi nilai satu dan jika kurang diberi nilai nol.
6. *CEO's shareholding*, diukur melalui jumlah total lembar saham yang dimiliki oleh direksi perusahaan, jika lebih dari lima persen dari total saham yang beredar diberi nilai satu dan jika kurang diberi nilai nol.
7. *Existence of an audit committee*, apabila dalam perusahaan terdapat *audit committee* maka diberi nilai satu, jika tidak nol.
8. *That meet at least once annually*, pertemuan *audit committee* paling tidak ada setahun sekali diberi nilai satu, jika tidak ada nol.
9. *Engagement of Big Four auditors*, memiliki hubungan keterlibatan dengan Big Four. Jika ada maka satu, jika tidak maka nol.
10. *Remuneration committee*, apabila dalam perusahaan terdapat *remuneration committee* dan/atau tugas komite tersebut dijalankannya oleh pihak lain dalam perusahaan maka diberi nilai satu, jika tidak nol.
11. *That meet at least once annually*, pertemuan *remuneration committee* paling tidak ada setahun sekali diberi nilai satu, jika tidak ada nol.
12. *Nomination committee*, apabila dalam perusahaan terdapat *nomination committee* dan/atau tugas komite tersebut dijalankannya oleh pihak lain dalam perusahaan maka diberi nilai satu, jika tidak nol.
13. *That meet at least once annually*, pertemuan *nomination committee* paling tidak ada setahun sekali diberi nilai satu, jika tidak ada nol.

### ***Firm Size***

*Size* merupakan ukuran seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2012-2016. *Size* dapat diukur dengan menghitung  $\ln$  dari *total assets*.

$$Size_{i,t} = \ln.Total\ Assets_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

### ***Profitability***

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari sumber-sumber ekonomis yang dimiliki. Manajer cenderung melakukan pengukuran profitabilitas

ini dengan menggunakan rasio pengembalian aset (*ratio of asset - ROA*), yaitu perbandingan laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham dengan total aset yang dimiliki perusahaan atau dapat disimpulkan dengan rumus berikut: (sumber : Hussein *et al* (2016))

$$\text{Profitability } i, t = \frac{\text{Net Income } i, t}{\text{Total Assets } i, t} \dots\dots\dots(4)$$

#### **Leverage**

Leverage yang di maksud dalam penelitian ini adalah ketergantungan perusahaan terhadap utang dalam membiayai kegiatan operasinya. Rasio leverage di ukur dengan membagi total utang dengan total ekuitas yang ada di perusahaan (Hussein *et al*, 2016). Leverage dapat di hitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Leverage}_{i,t} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \dots\dots\dots(5)$$

#### **Firm Growth**

Pertumbuhan perusahaan adalah seberapa besar kemampuan sebuah perusahaan untuk mempertahankan posisinya dalam industri dan dalam perkembangan ekonomi secara umum. Menurut Benjamin dan Zain (2015) pertumbuhan perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Firm Growth } i, t = \frac{\text{Revenue } (t) - \text{Revenue } (t - 1)}{\text{Revenue } (t)} \dots\dots\dots(6)$$

#### **Free Cash Flow**

*Free Cash Flow* merupakan sisa arus kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan oleh perusahaan seperti: melunasi utang, membayar dividend, dan keperluan untuk investasi. Rumus untuk menghitung FCF didapatkan dari: (sumber: Benjamin dan Zain (2015))

$$\text{Free Cash Flow } i, t = \frac{\text{Operating Cash Flow } i, t}{\text{Total Assets } i, t} \dots\dots\dots(7)$$

#### **Syarat Asumsi Klasik:**

##### **- Uji Normalitas**

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui distribusi data dalam variabel yang akan



digunakan dalam penelitian. Selain itu, uji ini juga dilakukan untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan berasal dari populasi berdistribusi normal atau tidak. Data penelitian yang baik adalah data yang memiliki distribusi normal. Uji normalitas dari suatu data dapat dilihat dari nilai probabilitas Jarque-Bera. Dasar pengembalian keputusan berdasarkan hasil probabilitasnya dibagi menjadi:

$H_0$  : Distribusi Normal

$H_1$  : Distribusi tidak Normal

$\alpha = 0,05$

**Kriteria uji :** Jika nilai probabilitas Jarque-Beta  $> \alpha = 0,05$  maka data berdistribusi normal, namun jika nilai probabilitas Jarque-Beta  $< \alpha = 0,05$  maka data tidak berdistribusi normal.

#### - Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah suatu keadaan ketika variabel independen memiliki hubungan satu dengan yang lain. Hubungan multikolinearitas dapat dilihat dengan menghitung korelasi antar regresor. Jika korelasi antara 2 regresor tinggi ( $>0,8$ ) artinya data memiliki masalah multikolinearitas. (Gujarati, 1995, p.335).

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif yang menjelaskan gambaran karakteristik dari objek penelitian ini. Dalam statistik deskriptif, diketahui jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 1550, dengan variabel yang diteliti yaitu DPR, GCG INDEX, SIZE, PROFITABILITY, LEVERAGE, FIRM GROWTH dan FCF. Berikut merupakan hasil pengolahan data statistik deskriptif perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016:

**Tabel 2 Statistik Deskriptif**

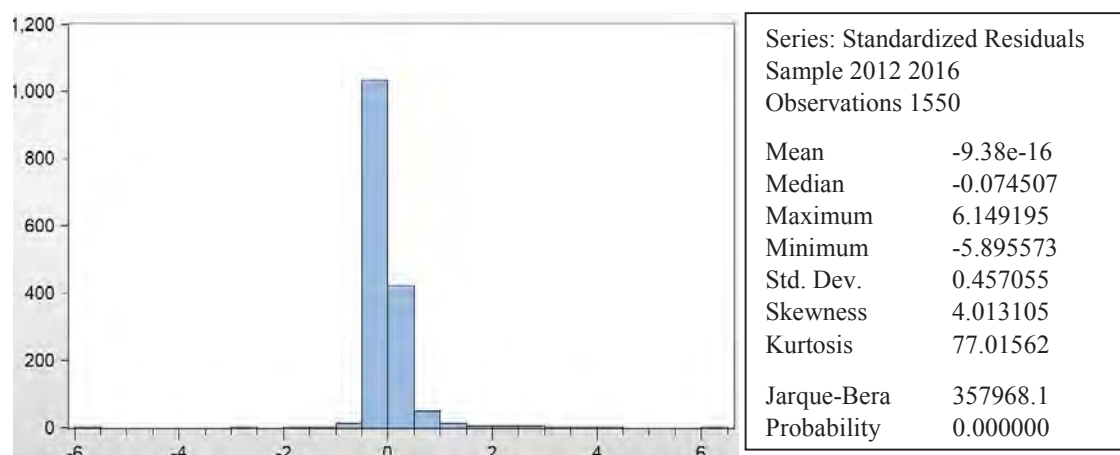
|              | DPR       | GCG INDEX | SIZE     | PROFIT    | LEV      | FIRM GROWTH | FCF       |
|--------------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|-------------|-----------|
| Mean         | 0.183344  | 8.672903  | 28.30164 | 0.050827  | 0.461676 | -0.288312   | 0.064755  |
| Median       | 0.000000  | 9.000000  | 28.28917 | 0.039218  | 0.460621 | 0.067899    | 0.051920  |
| Maximum      | 6.419563  | 12.00000  | 33.19881 | 1.274895  | 0.984628 | 1.510030    | 0.799247  |
| Minimum      | -5.716918 | 7.000000  | 23.54591 | -0.654270 | 0.000245 | -214.0666   | -0.353972 |
| Std Dev.     | 0.474700  | 1.041787  | 1.660310 | 0.100333  | 0.209380 | 7.138117    | 0.100321  |
| Skewness     | 3.759447  | 0.097640  | 0.061579 | 1.619554  | 0.041683 | -27.30729   | 1.084206  |
| Kurtosis     | 67.46885  | 2.449076  | 2.609847 | 22.83218  | 2.360472 | 766.2307    | 8.373946  |
| Jarque-Bera  | 272074.5  | 22.06501  | 10.81045 | 26079.21  | 26.86318 | 37813787    | 2168.793  |
| Probability  | 0.000000  | 0.000016  | 0.004493 | 0.000000  | 0.000001 | 0.000000    | 0.000000  |
| Sum          | 284.1836  | 13443.00  | 43867.54 | 78.78254  | 715.5979 | -446.8833   | 100.3697  |
| Sum Sq. Dev. | 349.0512  | 1681.162  | 4270.021 | 15.59342  | 67.90784 | 78925.75    | 15.58957  |
| Observations | 1550      | 1550      | 1550     | 1550      | 1550     | 1550        | 1550      |

Hasil Uji Asumsi Klasik dalam penelitian:

### Normalitas

Pengujian normalitas data menggunakan program Eviews 8 dengan melihat hasil uji Jarque-Bera. Berikut merupakan hasil pengujian normalitas dengan menggunakan Jarque-Bera pada perusahaan sektor non-keuangan di BEI sebagai berikut:

**Gambar 2. Uji Normalitas Menggunakan Metode *Pooled Least Squared***



Berikut adalah hasil uji normalitas untuk variabel dependen *dividend payout ratio (DPR)*. Pada hasil uji Jarque-Bera untuk BEI, dapat diketahui bahwa nilai probabilitasnya adalah 0,000000. Nilai tersebut menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi secara normal karena nilai signifikan yang lebih kecil dari 0,05 (5%). Namun terdapat beberapa asumsi kenormalan yang dapat membantu memberikan pembenaran teoritis untuk normalitas suatu data. *Central Limit Theorem* dalam Berenson *et al.* (2012, p.211) menjelaskan bahwa “*If the sample size is large enough, the distribution of sample means will be approximately normal even if the samples came from a population that was not normal.*” Berenson, *et al.* (2012, p.211) juga menyatakan bahwa jumlah sampel yang dimaksud yaitu paling tidak sebanyak 30. “*For most population distributions, regardless of shape, the sampling distribution of the mean is approximately normally distributed if samples of at least 30 are selected.*” Sehingga, sampel data yang digunakan dalam penelitian pada BEI dapat dikatakan sebagai distribusi data yang mendekati normal, karena memiliki jumlah data sebanyak 310 sampel.

### **Multikolinearitas**

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya hubungan antar variabel independen dalam model regresi. Uji multikolinearitas dalam penelitian ini juga diolah menggunakan program Eviews 8.

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

|                    | <b>GCG INDEX</b> | <b>SIZE</b> | <b>PROFIT</b> | <b>LEV</b> | <b>FIRM GROWTH</b> | <b>FCF</b> |
|--------------------|------------------|-------------|---------------|------------|--------------------|------------|
| <b>GCG INDEX</b>   | 1.000000         | 0.357309    | 0.052176      | 0.058481   | 0.006144           | 0.114341   |
| <b>SIZE</b>        | 0.357309         | 1.000000    | 0.154425      | 0.170136   | 0.085094           | 0.142782   |
| <b>PROFIT</b>      | 0.052176         | 0.154425    | 1.000000      | -0.212435  | 0.068975           | 0.422303   |
| <b>LEV</b>         | 0.058481         | 0.170136    | -0.212435     | 1.000000   | 0.075284           | -0.068957  |
| <b>FIRM GROWTH</b> | 0.006144         | 0.085094    | 0.068975      | 0.075284   | 1.000000           | 0.017720   |
| <b>FCF</b>         | 0.114341         | 0,142782    | 0.422303      | -0.068957  | 0.017720           | 1.000000   |

Pada tabel 3, dapat dilihat bahwa tidak terdapat nilai korelasi yang tinggi (lebih dari 0,8 atau lebih rendah dari -0,8) antar variabel independen yang digunakan. Sehingga, data yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

### **Autokorelasi**

Menurut Gujarati (2004, p.441), autokorelasi umumnya menimpa pada data yang berbentuk *time-series*. Hal ini terjadi dikarenakan observasi pada data *time-series* mengikuti urutan alamiah antar waktu yang dapat menyebabkan adanya interkorelasi, khususnya karena rentang waktu diantara observasi yang berurutan adalah rentang yang pendek. Sehingga, uji autokorelasi dilakukan untuk menganalisis data yang berbentuk *time-series*, guna melihat apakah ada hubungan linear antara serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu. Bentuk data observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Panel*, dimana data tersebut merupakan gabungan dari *time-series* dan *cross-section*. Oleh karena itu, pengujian autokorelasi tidak perlu dilakukan pada data observasi yang digunakan dalam penelitian ini.

### **Hasil Uji Regresi:**

| <b>Variabel</b>    | <b>Coefficient</b> | <b>Std. Error</b> | <b>t-Statistic</b> | <b>Probabilitas</b> | <b>Hipotesis</b> |
|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|---------------------|------------------|
| C                  | 0.253425           | 0.567487          | 8.978457           | 0.0000              |                  |
| GCG INDEX          | 0.000573           | 0.025899          | 3.139933           | 0.0017***           | +                |
| SIZE               | -0.002580          | 0.015388          | -2.534542          | 0.0114**            | +                |
| PROFIT             | -0.012968          | 0.199319          | -2.084746          | 0.0373**            | +                |
| LEV                | -0.003142          | 0.097103          | -2.634547          | 0.008***            | -                |
| FIRM GROWTH        | 0.00000539         | 0.000356          | 2.225282           | 0.0262**            | -                |
| FCF                | 0.001156           | 0.263219          | 1.784958           | 0.0745*             | +                |
| R-Squared          |                    |                   | 0.954089           |                     |                  |
| Adjusted R-Squared |                    |                   | 0.942369           |                     |                  |

|                    |          |
|--------------------|----------|
| Prob (F-Statistic) | 0.000000 |
|--------------------|----------|

Keterangan :

|             |                                   |
|-------------|-----------------------------------|
| *           | : signifikansi pada 10%           |
| **          | : signifikansi pada 5%            |
| ***         | : signifikansi pada 1%            |
| GCG INDEX   | : Good Corporate Governance Index |
| SIZE        | : Firm Size                       |
| PROFIT      | : Profitability                   |
| LEV         | : Leverage                        |
| FIRM GROWTH | : Firm Growth                     |
| FCF         | : Free Cash Flow                  |

Variabel *good corporate governance* (GCG) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini disebabkan karena semakin baik tata kelola perusahaan, maka perusahaan akan cenderung membayar dividen lebih banyak sesuai dengan *outcome model*. *Shareholder rights* yang kuat cenderung membuat agen tidak dapat memanfaatkan *cash flow* sesuai dengan kepentingannya dikarenakan adanya pengawasan yang kuat. Hubungan antar GCG dengan kebijakan dividen ini bersifat komplementer dan bukan substitusi. Perusahaan yang memiliki tata kelola yang baik maka dapat berdampak pada performa perusahaan yang meningkat secara operasional sehingga memungkinkan perusahaan tersebut untuk melakukan pembayaran dividen yang lebih besar sesuai dengan harapan pemegang saham. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yarram (2015), La Porta *et al* (2000) dan Mitton (2004).

Variabel *firm size* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung mendapatkan perhatian tinggi dari para investor maupun media massa, sehingga berdampak pada ketersediaan informasi publik yang lebih besar sehingga peranan dividen untuk menginformasikan kondisi perusahaan menjadi berkurang. Begitu juga dengan perusahaan dengan ukuran yang kecil dimana jarang mendapat sorotan masyarakat sehingga peran dividen sebagai sinyal untuk menginformasikan kondisi perusahaan sangat diperlukan. (Murhadi dan Wijaya, 2011).

Variabel *profitability* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf

(1984), perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah sehingga perusahaan akan memiliki dana internal yang lebih banyak dengan tujuan agar mampu membiayai proyek-proyek investasinya (Hartono 1999). Hasilnya konsisten dengan Gill et al. (2010), yang menemukan hubungan yang bersifat negatif.

Variabel *leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Farinha (2003) dalam Abor dan Fiador (2013) menjelaskan bahwa utang akan mengurangi pembayaran dividen atas dasar perjanjian utang yang disepakati dan terkait dengan batasan-batasan yang diberikan oleh pemegang utang. Penggunaan utang akan berdampak pada rendahnya *free cash flow* dan dapat mengurangi jumlah dividen yang dibagikan dikarenakan perusahaan harus melakukan pembayaran atas utang kepada *debt-holders* (Jabbouri, 2016). Jensen (1986) menemukan bahwa, keberadaan utang akan dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan. Dengan demikian, maka didapati adanya efek substitusi antara utang terhadap dividen

Variabel *firm growth* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang sedang tumbuh akan banyak mengeluarkan banyak dana. Dana yang dikeluarkan termasuk juga dana untuk pembagian dividen kepada pemegang saham. Dividen bagi perusahaan bertumbuh akan menjadi suatu signal (*signaling theory*) bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus dimasa datang sehingga perusahaan yang semakin tumbuh akan banyak melakukan pembayaran dividen guna untuk memberikan signal bagi pemegang saham mengenai prospek perusahaan dimasa datang. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ang, R. (1997).

Variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Perusahaan dengan nilai *free cash flow* yang tinggi cenderung akan mengalami *agency cost* yang tinggi pula, oleh karena itu perusahaan akan menggunakan dividen menjadi alat yang dapat membantu menekan biaya keagenan tersebut. (Adjaoud and Ben-Amar, 2010). Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan nilai *free cash flow* yang tinggi cenderung tidak akan melakukan manipulasi laba, karena dalam hal ini sebagian besar investor merupakan *transient investors* (pemilik sementara perusahaan) yang akan bertindak untuk mengawasi

kinerja perusahaan sehingga mereka lebih terfokus pada informasi arus kas bebas perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Dengan demikian, investor yang mengharapkan dividen akan berinvestasi pada perusahaan dengan arus kas bebas yang besar (Mardiyanto, 2008:281).

### **Pembahasan Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Koefisien determinasi yang digunakan adalah *adjusted R<sup>2</sup>* dengan nilai 0,942369. Koefisien ini memiliki makna bahwa perubahan variabel *dividend payout ratio* dapat dijelaskan dengan baik oleh variabel *good corporate governance (GCG)*, *firm size*, *leverage*, *profitability*, *firm growth*, dan *free cash flow* sebesar 94,23%, sedangkan sisanya sebesar 5,77% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

### **KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji F dengan *software* Eviews 8, diperoleh bahwa hasil perhitungan statistik menunjukkan F hitung = 2,162486 dengan probabilitas sebesar  $0,00000 < 0,1$ . Hal ini berarti secara bersama-sama variabel *good corporate governance (GCG)*, *firm size*, *leverage*, *profitability*, *firm growth*, dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan melakukan uji t, telah diperoleh hasil bahwa variabel *good corporate governance (GCG)*, *firm growth* dan *free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*. Selanjutnya, variabel *firm size*, *leverage* dan *profitability* memiliki hasil yang signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*.

Nilai dari  $R^2$  dan *adjusted-R<sup>2</sup>* adalah 0,954089 dan 0,942369 pada model utama. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel dependen (*Dividend Payout Ratio*) dapat dijelaskan dengan cukup baik oleh variabel independen (*good corporate governance (GCG)*) dan variabel kontrolnya (*firm size*, *leverage*, *profitability*, *firm growth*, dan *free cash flow*).

Variabel *good corporate governance (GCG)* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Variabel kedua yaitu *firm size* memiliki pengaruh negatif

signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dan variabel *profitability* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Variabel *leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dan variabel *firm growth* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

### **Rekomendasi :**

#### **Bagi Investor**

Penelitian ini dapat menjadi referensi dan bahan pertimbangan bagi investor untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan dividen perusahaan seperti variabel *good corporate governance (GCG)*, ukuran perusahaan, tingkat utang, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dan arus kas bebas.

#### **Bagi Perusahaan**

Bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk membuat keputusan dalam menentukan kebijakan dividen. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan dipengaruhi oleh penerapan *good corporate governance* dalam perusahaan. Dengan memperhatikan faktor-faktor tersebut, perusahaan akan dapat menerapkan kebijakan dividen yang optimal dan sesuai dengan strateginya saat itu.

#### **Bagi Peneliti Selanjutnya**

Penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan referensi untuk penelitian selanjutnya. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu periode penelitian yang digunakan, jumlah observasi yang terbatas hanya di negara Indonesia dan kurangnya variabel independen yang diteliti terkait dengan pengaruhnya pada kebijakan dividen. Diharapkan dalam penelitian selanjutnya, dapat melakukan penambahan pada periode penelitian, penambahan variabel yang diteliti serta jumlah observasi dengan meneliti perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek negara ASEAN.



#### DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Fiador, V., 2013, Does Corporate Governance Explain Dividend in Sub-Saharan Africa, *International Journal of Laws and Management*, 55(3), 201-225.
- Abor Joshua, Anastacia C. Arko, Charles K.D. Adjasi, Mohammed Amidu, 2014, "What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African?", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 4 Issue: 1, pp.57-78.
- Adjaoud, Fodil & Benamar, Walid., 2010, Corporate Governance And Dividend Policy: Shareholder;s Protection Or Expropriation?, *Journal Of Business Finance & Accounting*, Vol. 37 No. 5 & No. 6, pp. 648-667.
- Amidu, M., 2007, How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 4.
- Bae, Kee-Hong, Jae-Seung Baek, Jun-Koo Kang, Wei-Lin Liu, 2012, Do Contrrolling Shareholders' Expropriation Incentives Imply a Link Between Corporate Governance and Firm Value? Theory and Evidence, *Journal of financial Economics* 105, pp. 412 – 435.
- Benjamin, S.J., and Zain, M.M., 2015, Corporate Governance and Dividends Payout: Are they substitutes or complementary?, *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 9 Iss 2 pp. 177-194.
- Berenson, Mark L et.al, 2012, *Basic Business Statistics Concept and Aplication* 12th Edition : Prentice Hall
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan D.J. Skinner, 2002, Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning, *Working Paper*, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C., 1983, Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2.
- FCGI, 2001, *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan corporate governance (Tata Kelola Perusahaan)*, Jilid II, FCGI, Edisi ke-2.

- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and The Theory of The Corporation. *Bell Journal of Economics*, 42-54.
- Hussein, A.S and Byung-Seong, M., 2016, Corporate Governance and Dividend Strategy: Lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, Vol.12 Iss 5 pp 583-610.
- Jensen, M. C and Meckling, W.H., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Oktober, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C, 1986, Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Kep-I 77/M-MBU/2002, 2002, *Keputusan menteri Badan Usaha Milik Negara tentang penerapan praktek Good Corporate Governance pada Badan Usaha Milik Negara*, Jakarta: Menteri BUMN.
- Komite Nasional Kebijakan Good Corporate Governance (KNKG), 2006, *Pedoman Umum Good Corporate Governance (GCG)*.
- La Porta, R., Shleifer, A. and Vishhny, R.W., 2000, Agency Problems and Dividend Policy Arround the World. *The Journal Finance*, Vol. 55 No.1, pp. 1-33.
- Mitton, T., 2004, Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409-426
- Murhadi, W.R., 2010, Study On Dividend Policy: Antecedent and Its Impact On Share Price, *Disertasi*, Universitas Brawijaya.
- Murhadi, R,W,. dan Wijaya, I.L, 2011, Studi Pengaruh Good Corporate Governance, Analyst Coverage, dan Tahapan Daur Hidup terhadap Kebijakan Deviden, *Jurnal Manajemen & Bisnis*, Vol. 10 No. 1, edisi Maret 2011, hal 111-126,
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997, A survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.
- Weston, J. Feed dan Thomas E. Copeland., 2010, *Manajemen Keuangan*, Jakarta: Binarupa

Aksara.

White et al. 2003, *The Analysis and Use of Financial Statements*. Mc Graw-Hill.

Yarram, S.R., 2015, Corporate Governance Ratings and The Dividend Payout Decisions of Australian Corporate Firms, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11, Iss 2 pp. 162 – 178.

YPPMI Institut dan FCGI, 2002, *Good Corporate Governance dalam Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*, YPPMI Sinergy Communication

[www.bpkp.go.id/dan/konten/299/Good-Corporate.bpkp](http://www.bpkp.go.id/dan/konten/299/Good-Corporate.bpkp) diakses tanggal 18 Maret 2017

[www.digilib.ubaya.ac.id](http://www.digilib.ubaya.ac.id) diakses pada 20 Oktober 2017

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) diakses pada 5 September 2017

[www.iicg.org/](http://www.iicg.org/) diakses tanggal 25 Maret 2017